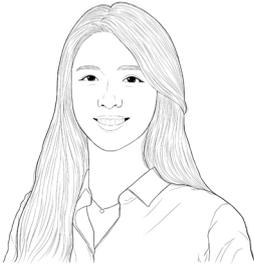


2019. 5. 12

Company Update



서근희, Ph.D.
Analyst
keunhee.seo@samsung.com
02 2020 7788

정준영
Research Associate
junyoung.jeong@samsung.com
02 2020 0000

SK케미칼 (285130)

백신 사업 일회성 비용으로 실적 부진

- 1Q19 Review: 자회사 SK바이오사이언스 불용원액 폐기 손실로 부진한 실적 기록.
- 2분기, SK바이오사이언스 마일스톤 수취로 흑자 전환 기대.
- 투자의견 Buy 유지, 목표주가 84,000원으로 8.7% 하향 조정.

WHAT'S THE STORY

1Q19 Review, 바이오에너지 외에 전 사업부 실적 부진: SK케미칼 연결 기준 1Q19 매출액 3,194억원 (+1.7% YoY), 영업이익 37억원 (-45.2% YoY), 지배주주 순손실 70억원 (적전 YoY) 기록. 삼성증권 추정치 대비 매출액, 영업이익 각각 4.5%, 75.3% 하회. 1) Co-polyester는 판매가격 상승 효과로 매출 증가 및 원료 가격 안정화로 수익성 개선. 2) 바이오에너지, 유류세 인하폭 축소 전 수요 일시 증가 및 수출 확대로 양호한 실적 기록. 3) LS 사업부 안정적 매출 증가에도 불구하고, 회계 변경에 의한 원가 상승으로 전년 동기 대비 영업이익 감소. 4) SK바이오사이언스, 기술 수출료 반영에도 대상포진 백신 매출 둔화하며, 매출액 267억원 (+3.1% YoY, -33.7% QoQ) 시현. 불용원액 폐기 손실로 영업적자 79억원 (적전 QoQ) 기록.

2Q19, 기술 이전 마일스톤 수취로 수익성 개선 기대: 연결 기준 2019년 매출액 1조 3,437억원 (-1.76% YoY), 영업이익 722억원 (+57.8% YoY) 전망. 2017년 12월 SK케미칼 분할 이후 매출 성장은 안정적이거나, 외형 성장이 나타나기 위해서는 대내외 영업 환경 개선이 선행되어야 함. 또한 연이은 일회성 비용으로 수익 악화 불가피. 2019년에도 1) GC 사업부, 매출 안정적 성장세 유지될 것으로 예상하지만, 원가 부담은 지속적일 것으로 전망. 큰 폭의 이익 성장을 견인할 것으로 예상되는 사업부는 SK바이오사이언스로 판단. 2) SK바이오사이언스, 2Q19 사노피로부터 세포배양기술 이전 관련 마일스톤 200만달러 인식. 2H19 백신 성수기 진입에 따른 실적 개선 기대.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 84,000원으로 8.7% 하향 조정: 2019년 GC 사업부 성장은 다소 아쉬울 수 있으나, LS 사업부 및 SK바이오사이언스 제품 내재화를 통한 안정적 이익 개선 예상되며, 투자의견 매수 유지. 하지만 목표주가는 GC사업부 원가율 소폭 상향 조정을 반영, DCF 밸류에이션 기반으로 산출된 기업 가치에 따라 84,000원으로 하향 조정.

AT A GLANCE

SELL	HOLD	BUY
목표주가	84,000원	(32.5%)
현재주가	63,400 원	
시가총액	7,341.6억원	
Shares (float)	11,579,852주 (63.5%)	
52주 최저/최고	58,000원/98,100원	
60일-평균거래대금	22.2억원	

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
SK케미칼 (%)	-9.2	-12.8	-35.1
Kospi 지수 대비 (%pts)	-4.2	-13.7	-24.1

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	84,000	92,000	-8.7%
2019E EPS	1,269	3,785	-66.5%
2020E EPS	2,358	3,787	-37.7%

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	2
Target price	85,300
Recommendation	4.0

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

분기 실적

(십억원)	1Q19	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	319.4	1.7	(1.3)	(4.5)	n/a
영업이익	3.7	(44.5)	흑전	(75.3)	n/a
세전이익	(7.9)	적전	적지	nm	n/a
순이익	(11.6)	적전	적지	nm	n/a
이익률 (%)					
영업이익	1.2				
세전이익	(2.5)				
순이익	(3.6)				

자료: SK케미칼, 삼성증권 추정

Valuation summary

	2018	2019E	2020E
Valuation (배)			
P/E	137.1	50.0	26.9
P/B	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	12.5	9.9	8.9
Div yield (%)	0.6	0.6	0.6
EPS 증가율 (%)	흑전	174.5	85.8
ROE (%)	0.9	2.4	4.3
주당지표 (원)			
EPS	462	1,269	2,358
BVPS	53,114	53,979	55,984
DPS	400	400	400

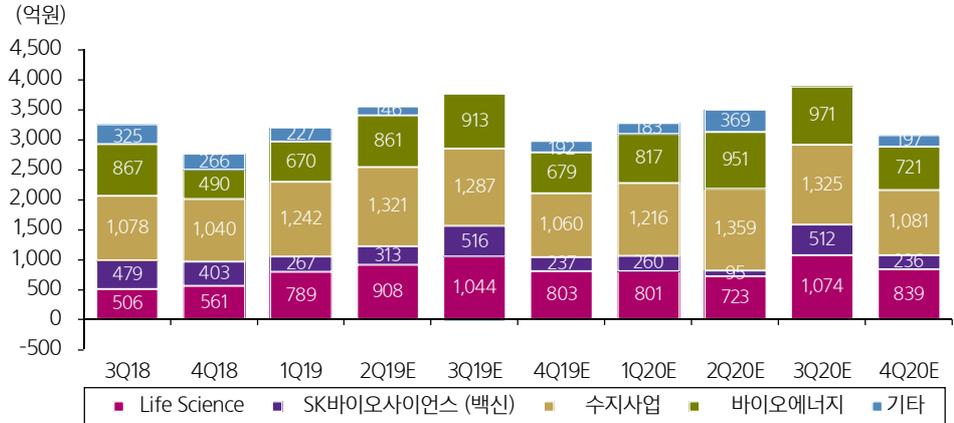
SK케미칼 현금흐름할인 (DCF) 밸류에이션

(십억원)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Green Chemical Biz.	1,004	1,047	1,210	1,267	1,328	1,392	1,459	1,529
YoY(%)	4.3	4.4	15.5	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
Life Science Biz.	354	344	390	427	457	491	529	571
YoY(%)	1.6	(3.0)	13.3	9.5	7.1	7.5	7.8	7.9
기타	(14)	(21)	(187)	(23)	(24)	(25)	(27)	(28)
YoY(%)	(125.4)	45.5	795.2	(87.7)	5.0	5.0	5.0	5.0
매출액	1,344	1,370	1,412	1,671	1,760	1,858	1,962	2,073
YoY(%)	(1.8)	2.0	3.1	18.3	5.4	5.5	5.6	5.6
EBIT	72	87	88	126	134	143	153	164
세율 (%)	14	17	18	25	27	29	31	33
NOPLAT	58	69	70	101	107	114	122	131
감가상각	85	77	69	63	57	51	46	42
CAPEX	0	0	0	0	0	0	0	0
운전자본증감	(33)	13	11	(16)	6	6	5	5
FCF	(60)	6	12	22	56	69	81	94
가중평균자본비용 (WACC, %)	6.1%							
영구성장률 (%)	1.9%							
영구현금흐름 가치								2,287
할인율 (%)	0.0%	5.7%	11.2%	16.3%	21.1%	25.6%	29.9%	33.9%
현재가치	(60)	6	11	18	44	51	57	62
영구현금흐름 현재가치								1,511
기업가치	1,700							
순차입금	738							
적정 시가총액	963							
조정 주식수 (천주)	11,580							
적정주가 (원)	83,144							
목표주가 (원)	84,000							
현재주가 (원)	63,400							
상승여력 (%)	32.5							

참고: COE=8.0%=무위험수익률 (2.2%)+시장위험수익률 7.57% 52주 0.8, OECD 2020년 한국 GDP 장기 경제성장률 전망 단순 평균 (1.9%) 적용

자료: 삼성증권 추정

SK케미칼 매출액 추이 및 전망



자료: SK케미칼, 삼성증권 추정

바이오에너지 사업 부문 영업이익 추이 및 전망



자료: SK케미칼, 삼성증권 추정

SK케미칼 P/E 밴드차트



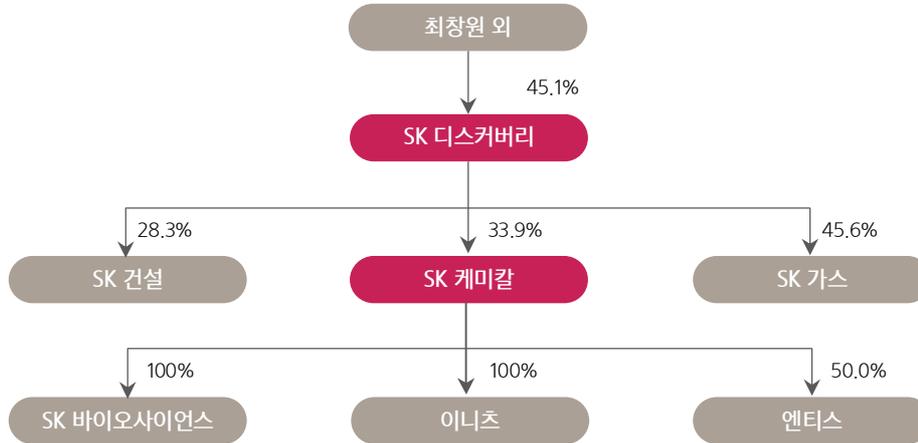
자료: QuantiWise, 삼성증권

SK케미칼 P/B 밴드차트



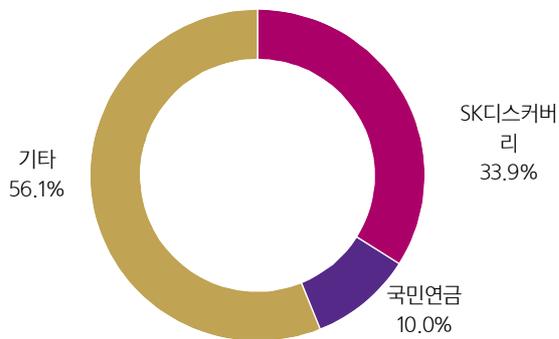
자료: QuantiWise, 삼성증권

SK케미칼 지배구조



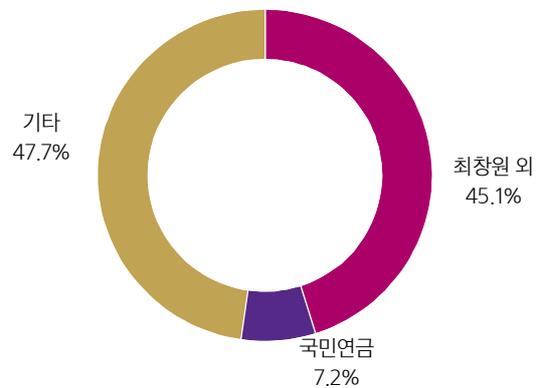
자료: SK케미칼, 삼성증권

SK케미칼 지분구조



자료: SK케미칼, 삼성증권

SK디스커버리 지분구조



자료: SK케미칼, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	88	1,368	1,344	1,370	1,412
매출원가	75	1,095	1,161	1,182	1,214
매출총이익	13	272	182	188	198
(매출총이익률, %)	14.4	19.9	13.6	13.7	14.0
판매 및 일반관리비	22	227	110	101	110
영업이익	(9)	46	72	87	88
(영업이익률, %)	(10.5)	3.3	5.4	6.3	6.2
영업외손익	(3)	(41)	(36)	(30)	(29)
금융수익	2	22	16	20	28
금융비용	4	50	45	47	51
지분법손익	(0)	2	1	1	0
기타	(1)	(15)	(8)	(4)	(5)
세전이익	(13)	5	36	57	59
법인세	(3)	22	12	11	12
(법인세율, %)	21.5	418.1	34.8	20.0	20.0
계속사업이익	(10)	(16)	23	46	47
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	(10)	(16)	23	46	47
(순이익률, %)	(11.3)	(1.2)	1.7	3.3	3.4
지배주주순이익	(9)	6	17	31	32
비지배주주순이익	(1)	(22)	7	15	15
EBITDA	(2)	134	157	163	157
(EBITDA 이익률, %)	(2.0)	9.8	11.7	11.9	11.1
EPS (지배주주)	(655)	462	1,269	2,358	2,443
EPS (연결기준)	(758)	(1,259)	1,797	3,504	3,631
수정 EPS (원)*	(655)	462	1,269	2,358	2,443

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동에서의 현금흐름	(11)	67	137	109	107
당기순이익	(10)	(16)	23	46	47
현금유출입이없는 비용 및 수익	11	168	124	110	100
유형자산 감가상각비	7	84	80	73	66
무형자산 상각비	0	4	4	4	3
기타	4	79	39	33	31
영업활동 자산부채 변동	(10)	(52)	30	(12)	(10)
투자활동에서의 현금흐름	(9)	(146)	1	(0)	(0)
유형자산 증감	(8)	(82)	0	0	0
장단기금융자산의 증감	(15)	2	1	(0)	(0)
기타	15	(66)	0	0	0
재무활동에서의 현금흐름	8	48	15	15	(5)
차입금의 증가(감소)	890	27	20	20	0
자본금의 증가(감소)	733	1	0	0	0
배당금	0	0	(5)	(5)	(5)
기타	(1,614)	20	0	(0)	0
현금증감	(11)	(110)	154	125	101
기초현금	166	155	45	200	325
기말현금	155	45	200	325	426
Gross cash flow	1	151	147	155	147
Free cash flow	(19)	(15)	137	109	107

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: SK케미칼, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	663	717	817	964	1,084
현금 및 현금등가물	155	45	200	325	426
매출채권	181	186	171	177	182
재고자산	290	329	302	313	322
기타	36	157	144	149	154
비유동자산	1,250	1,234	1,147	1,071	1,002
투자자산	12	20	18	19	19
유형자산	1,098	1,103	1,023	950	884
무형자산	47	38	34	31	27
기타	92	72	72	72	72
자산총계	1,912	1,951	1,964	2,035	2,086
유동부채	661	594	592	621	628
매입채무	154	151	138	143	147
단기차입금	130	181	201	221	221
기타 유동부채	377	262	253	256	260
비유동부채	520	631	628	629	630
사채 및 장기차입금	484	590	590	590	590
기타 비유동부채	36	41	38	39	40
부채총계	1,181	1,225	1,220	1,250	1,258
지배주주지분	697	692	703	729	756
자본금	65	65	65	65	65
자본잉여금	667	668	668	668	668
이익잉여금	(9)	(3)	8	34	62
기타	(27)	(39)	(39)	(39)	(39)
비지배주주지분	35	34	41	56	71
자본총계	731	726	744	785	827
순부채	725	872	738	632	531

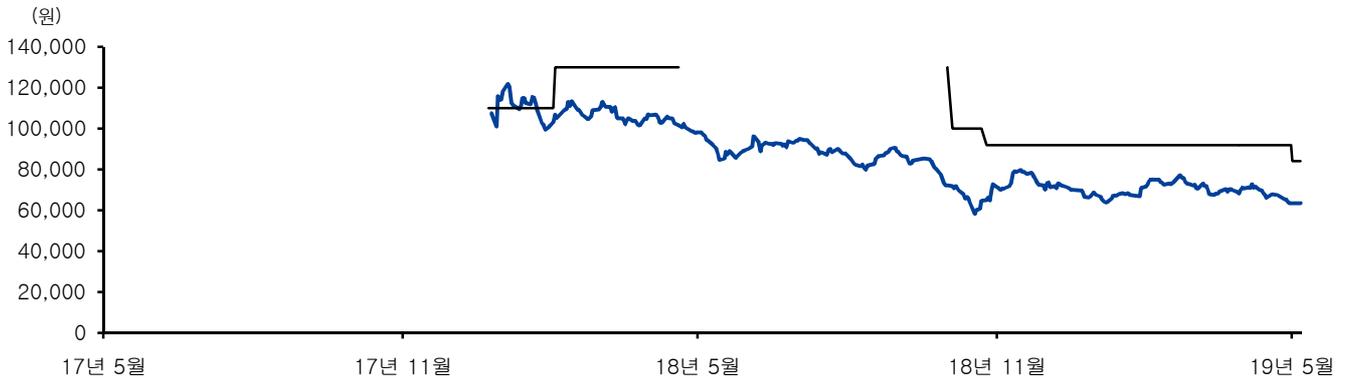
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2017	2018	2019E	2020E	2021E
증감률 (%)					
매출액	n/a	1,457.1	(1.8)	2.0	3.1
영업이익	적전	흑전	57.8	20.4	1.0
순이익	적전	적지	흑전	95.0	3.6
수정 EPS**	적전	흑전	174.5	85.8	3.6
주당지표					
EPS (지배주주)	(655)	462	1,269	2,358	2,443
EPS (연결기준)	(758)	(1,259)	1,797	3,504	3,631
수정 EPS**	(655)	462	1,269	2,358	2,443
BPS	53,425	53,114	53,979	55,984	58,075
DPS (보통주)	0	400	400	400	400
Valuations (배)					
P/E***	n/a	137.1	50.0	26.9	25.9
P/B***	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	n/a	12.5	9.9	8.9	8.7
비율					
ROE (%)	(1.2)	0.9	2.4	4.3	4.3
ROA (%)	(0.5)	(0.9)	1.2	2.3	2.3
ROIC (%)	(0.5)	(9.9)	3.2	5.0	5.3
배당성향 (%)	0.0	76.8	28.0	15.0	14.5
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.6	0.6	0.6	0.6
순부채비율 (%)	99.1	120.2	99.2	80.6	64.2
이자보상배율 (배)	(4.0)	1.4	2.3	2.7	2.7

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 5월 10일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 5월 10일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2018/1/3	2/13	10/15	11/5	2019/5/12
투자이견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	110,000	130,000	100,000	92,000	84,000
과리율 (평균)	0.38	(17.97)	(34.63)	(23.11)	
과리율 (최대/최소)	10.91	(12.69)	(28.30)	(13.26)	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업	산업
BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준	OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외	NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하	UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2019년 3월 31일 기준

매수 (76.4%) | 중립 (23.6%) | 매도 (0%)